Analyysi

Euroopan liikekiinteistöinvestoinnit voimakkaassa kasvussa – sijoittajakunta entistä monipuolisempi

Rahoitusvakaus | 18.10.2017 | Kimmo Koskinen

KIRJOITTAJA



Kimmo Koskinen
Neuvonantaja

Pitkään jatkunut matala korkotaso ja sijoittajien tuottohakuisuus ovat lisänneet voimakkaasti sijoitusvirtoja Euroopan kiinteistömarkkinoille. Sijoitusten kasvu on nostanut kiinteistöjen hintoja useissa EU maissa, mikä on lisännyt epäilyjä markkinoiden ylikuumenemisesta osassa maita. Velan käyttö sijoituksissa on finanssikriisiä edeltävää aikaa vähäisempää ja sijoittajakunta on entistä hajautuneempi. Historia on kuitenkin osoittanut, että liikekiinteistömarkkina on altis taloussuhdanteiden muutoksille.



Liikekiinteistömarkkinat ovat rahoitusvakauden näkökulmasta erittäin tärkeät, sillä liikekiinteistöjen hintakehitys vaikuttaisi olevan volatiilimpi kuin asuinkiinteistöjen, ja voimakkaammin kytköksissä taloussuhdanteeseen. Liikekiinteistöjen rakentamiseen ja hallinnointiin kytkeytyy vahvasti myös velkaraha, jonka osuuden arvellaan kattavan Euroopassa nykyään noin 44 % kaikesta investoiduista pääomasta[1]. Perinteisesti merkittävä osa Euroopan liikekiinteistöjen rahoituksesta on tullut pankkisektorilta. Vaikka pankkien rooli markkinoilla on edelleen keskeinen, kasvava osa liikekiinteistöjen rahoituksesta tulee pankkien ulkopuolelta. Pankkien lisäksi kiinteistömarkkinoille sijoittavat aktiivisesti mm. eläkerahastot, vakuutusyhtiöt ja erilaiset velka- ja kiinteistörahastot.[2] Syynä tähän on etenkin pankkien finanssi- ja velkakriisin perintönä syntyneet suuret järjestämättömien lainojen määrät, joista merkittävä osa liittyy kiinteistöalaan ja rakentamiseen.

Kiinteistömarkkinoiden kasvua on viime vuosina ajanut etenkin matala korkotaso ja sijoittajien tuottohakuisuus. Kiinteistösijoitukset suojaavat sijoittajia korkojen nousua ja inflaatiota vastaan. Edellisten lisäksi korkeat arvostustasot perinteisillä sijoitusmarkkinoilla, kuten osakkeissa ja velkakirjalainamarkkinoilla ovat siirtäneet sijoittajia liikekiinteistöjen pariin. Liikekiinteistöt muodostavat nykyisin merkittävän investointimarkkinan, mikä on nostanut liikekiinteistöjen hintoja ympäri Euroopan.

Historiassa liikekiinteistömarkkina on usein ollut varsin altis taloussuhdanteiden muutoksille. Matalasuhdanteessa liikekiinteistöjen voimakas hintojen lasku voi aiheuttaa sijoittajille arvostustappioita. Liikekiinteistöjen osalta tappioita kasvattavat sekä hintojen, että vakuusarvojen lasku ja suuri konkurssien lukumäärä. Esimerkiksi Espanjassa liikekiinteistöistä ja kiinteistöalan yrityksistä pankeille aiheutuneet järjestämättömät saamiset olivat kriisin pahimpana aikana 108 mrd. euroa, kun asuinkiinteistöistä aiheutuneet järjestämättömät saamiset olivat samaan aikaan 23 mrd. euroa.

Liikekiinteistöjen suhteellisesta merkityksestä huolimatta niiden analyysia heikentää huomattavasti koko markkinaa kuvaavien virallisten ja julkisten tilastojen puute. Tietolähteet ovat yleensä alalla toimivia yrityksiä ja/tai konsulttifirmoja. Kiinteistömarkkinoiden analyysiä heikentää myös merkittävästi yhteisten määritelmien puute. Lisäksi liikekiinteistämarkkina on luonteeltaan erittäin heterogeeninen. Kiinteistöt eroavat merkittävästi toisistaan esimerkiksi käyttötarkoituksen, koon tai sijainnin suhteen, mikä vaikeuttaa riskien analysointia verrattuna esim. asuntomarkkinoihin.

Euroopan liikekiinteistömarkkina on kooltaan merkittävä

Kiinteistötoimialalla on suuri merkitys Euroopan taloudelle. Toimialajärjestö EPRA:n[3] ja INREV'n[4] mukaan kiinteistötoimiala työllisti vuonna 2015 suoraan 3,7 miljoonaa ihmistä ja tuotti Euroopan talouteen arvonlisänä n. 330 mrd. euroa, joka vastasi n. 2,5 % Euroopan BKT:sta[5].

Liikekiinteistömarkkinan koosta on kuitenkin vaikea saada kovin selkeää kuvaa, sillä suuri osa kiinteistöistä on käyttäjäyritysten omistamia ja näiden omistusten arvosta ei ole saatavilla kovin kattavia tilastoja. EPRA ja INREV arvioivat kuitenkin EU:n toimitilakiinteistöjen yhteenlasketuksi markkina-arvoksi n. 5000 mrd. euroa[6], josta n. 40 % olisi ammattimaisten kiinteistösijoittamisen piirissä[7]. Onkin syytä huomioida, että pääosa toimialan tuottamasta tilastosta keskittyy vain ammattimaisten sijoittajien osuuden seurantaan. Olemassa olevat tilastot eivät siis välttämättä kata läheskään koko markkinan kehitystä.

Taulukko 1.

MSCI:n arvioima liikekiinteistömarkkinan koko* eri EU-maissa vuonna 2016

Maa	Estimoitu markkinan koko (mrd. euroa)	Markkinan koko % BKT:sta
AT	36,2	11,4

MSCI:n arvioima liikekiinteistömarkkinan koko* eri EU-maissa vuonna 2016		
BE	54,8	14,1
CZ	17,7	10,6
DK	52,6	19,4
FI	64,8	34,1
FR	372,9	17,6
DE	418,0	14,7
HU	8,7	7,9
IE	27,8	11,1
IT	111,3	7,1
NL	136,0	20,2
PL	39,8	9,3
PT	24,6	14,1
ES	77,1	7,0
SE	175,0	38,5
GB	638,4	25,7

* Markkinadataa tuottava MSCI arvioi liikekiinteistömarkkinan kooksi globaalilla tasolla noin 7400 mrd. dollaria. Euroopan osuus tästä olisi noin 32 % eli n. 2400 mrd. dollaria, joskin tietoa kaikista maista ei ole saatavilla. Data kattaa vain ammattimaiset sijoittajat. Markkina kattaa liikekiinteistöjen lisäksi myös sijoitusmielessä hankitut asuinkiinteistöt.

Lähteet: MSCI ja Suomen Pankin laskelmat.

Toimialajärjestöjen mukaan Euroopan kiinteistöihin investoidaan vuosittain keskimäärin 250 mrd. euroa, käsittäen sekä uudisinvestoinnit että peruskorjaukset. MSCI:n mukaan EU-markkina näyttäisi määrällisesti keskittyvän muutamaan suureen maahan, mutta suhteutettuna BKT:hen mm. Pohjoismaiset liikekiinteistömarkkinat nousevat vahvasti esille (Taulukko 1).

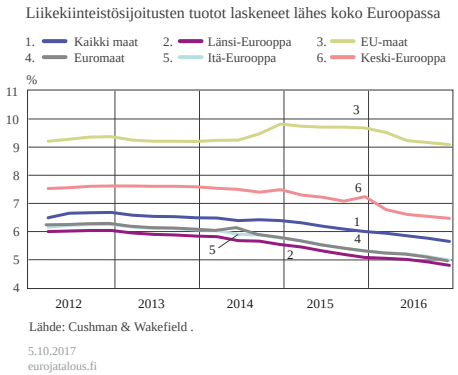
Investointivolyymit Eurooppaan kasvussa

Viime vuosien matala korkotaso ja sijoittajien tuottohakuisuus on nostanut kiinteistösijoitusten kiinnostavuutta erilaisten institutionaalisten sijoittajien silmissä. Positiivista virettä on ruokkinut myös talouskasvun elpyminen ja liike-elämän luottamuksen vahvistuminen. Eurooppa nähdään tällä hetkellä useissa sijoittajakyselyissä kiinnostavimpana sijoituskohteena[8]. Ammattimaisten sijoittajien Euroopan kiinteistömarkkinoille investoidun pääoman määrä onkin ollut viime vuodet voimakkaassa kasvussa. Vaikka vuoden 2016 osalta kehitys hidastuikin hieman heikon alkuvuoden ansiosta[9], ylittävät investoinnit edelleen pitkäajan keskiarvon. Kaiken kaikkiaan Euroopan kiinteistömarkkinoille investointiin vuoden 2016 aikana n. 240 mrd. euron edestä[10].

Markkinalähteiden perusteella vuoden 2017 osalta alkuvuoden kehitys Euroopassa näyttäisi olleen vahvaa (Kuvio **1**), sillä investointivolyymit ovat kasvaneet peräti 25 %. Etenkin Iso-Britannian markkina näyttäisi elpyneen vuodentakaisesta. Lontoo on pitänyt paikkansa keskeisenä investointikohteena maailman suurkaupungeista. Muun Euroopan investointivolyymien kasvu on alkuvuonna keskittynyt mm. Saksaan ja Etelä-Euroopan maihin, kuten Espanjaan ja Italiaan (Taulukko 2).

EU-maiden investointivolyymejä ovat viime vuosina kasvattaneet etenkin rajat ylittävät investoinnit sekä muista EU-maista että etenkin EU-maiden ulkopuolelta. Kiinteistöalan palveluja tuottavan JLL:n[11] mukaan Eurooppaan on investoitu kasvavassa määrin viime vuosien aikana erityisesti Aasiasta ja Lähi-idästä. Etenkin kiinalaisten sijoittajien määrät ovat olleet sekä Euroopassa että globaalilla tasolla voimakkaassa kasvussa.

Kuvio 1.



Taulukko 2.

Liikekiinteistöinvestointien kehitys eri Euroopan maissa viime vuosina					
EUR mrd.	**2015**	**2016**	**% muutos**	**2017Q2***	**% muutos**
Iso-Britannia	95	60	-37	69	54
Saksa	53	53	0	61	48
Ranska	27	26	-4	27	-12
Ruotsi	14	17	28	17	-29
Hollanti	12	14	17	15	38
Norja	14	7	-45	-	-
Espanja	13	14	8	17	76
Italia	8	9	13	11	110
Tanska	6	8	31	-	-
Suomi	5	7	31	-	-
Irlanti	4	5	25	2	-86
Muu Länsi-Eurooppa	14	13	-6	-	-
Puola	4	4	18	-	-
Venäjä	3	4	19	-	-
Tsekki	2	4	86	-	-
Muu Itä-Eurooppa	5	6	20	-	-
Eurooppa (pl. Britannia)	**183**	**191**	5	**206**	-
Eurooppa	**277**	**251**	-10	**274**	**25**
*neljän kvartaalin liukuva summa					
Lähde: CBRE.					

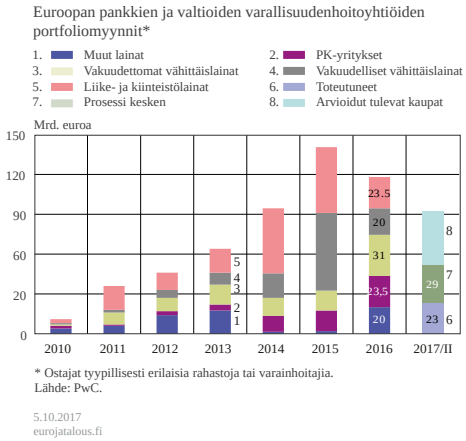
Merkittävä osa globaaleista sijoituksista on ns. core-strategioita, joita pidetään "turvallisimpina"

sijoituksina, sillä sijoittajat pyrkivät ostamaan ja pitämään portfoliossa kohteita, joita pidetään korkeatasoisina. Viime vuosina kuitenkin myös erilaiset opportunistiset ja korkeamman riskin[12] strategiat ovat kasvattaneet suosiotaan.

Kasvanut kysyntä on nostanut liikekiinteistöjen hintoja

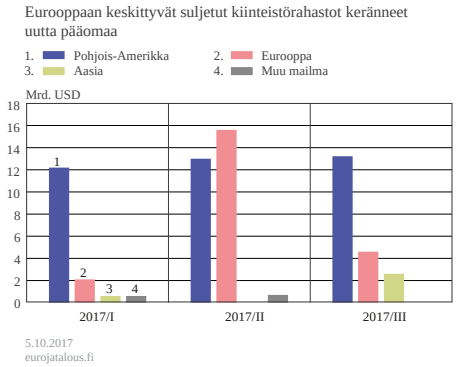
Sijoittajien vahva kysyntä on nostanut viime vuosina liikekiinteistöjen hintoja monissa EU-maissa. Vaikka hinnat ovat nousseet ja tuotot laskeneet, etenkin EU:n keskeisissä maissa, ovat tuottotasot kuitenkin edelleen houkuttelevia verrattuna esim. Euroopan valtioiden ja yritysten joukkovelkakirjalainojen tuottoihin. Brexitin tuoma epävarmuus käänsi vuoden 2016 toisella neljänneksellä Iso-Britanniassa kiinteistöjen hinnat voimakkaaseen laskuun. Samalla hintojen nousu on hidastanut merkittävästi mm. Irlannissa. Vaikka hintakehitys on Iso-Britanniassa alkuvuonna 2017 hieman tasaantunut, on Brexitin luoman epävarmuuden vaikutusta koko Euroopan kiinteistömarkkinoiden hintakehitykseen kuitenkin hyvä seurata tarkasti.

Kuvio 2.



Markkinatoimija CBRE:n kyselyn[13] mukaan sijoittajien kilpailu core-kohteista jatkuu kiivaana ja hintojen nousun voi odottaa jatkuvan, mikäli korkotaso pysyy alhaisena. Brexitistä huolimatta Lontoo nähdään edelleen Euroopan houkuttelevimpana sijoituskohteena. Sijoittajien riskinottohalukkuus näyttäisi CBRE:n mukaan olevan kasvussa. Sijoittajat näkevät erilaiset opportunistiset kohteet entistä houkuttelevampina. Poliittinen epävarmuus ja korkeat hinnat saattavat kuitenkin vähentää kysyntää etenkin riskillisimmissä kohteissa ja hintojen nousuvauhti saattaa hidastua. Preqin'n sijoittajakyselyyn vastanneista toimijoista n. 72 % piti hinnoittelua tärkeimpänä kiinteistömarkkinoihin liittyvänä seikkana. Epävarmuus huoletti noin 28 % sijoittajista[14].

Kuvio 3.

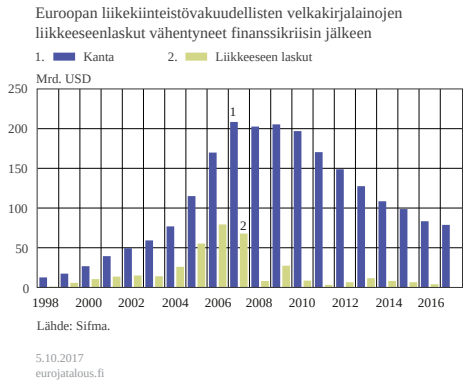


Velka tärkeä osa liikekiinteistöinvestointeja

Liikekiinteistöinvestoinnit käsittävät sekä velka- että oman pääomanehtoiset investoinnit. Liikekiinteistömarkkinoilla velkarahoitusta hakevat yleensä erilaiset kiinteistöalan yritykset, jotka joko kehittävät (rakentavat) tai investoivat (sijoittavat) liikekiinteistöihin[15]. Velkakomponentti mahdollistaa mm. kohteen tontin hankinnan, suunnittelun ja rakentamisen. Liikekiinteistörakentamiseen myönnetty rahoitus kattaa yleensä 20–50% projektin hinnasta riippuen rakennuttajan luottoluokituksesta ja kohteen riskillisyydestä[16]. Etenkin kiinteistörakentaminen vaatii merkittäviä pääomia, sillä kustannukset ovat yleensä etupainotteisia ja tuotot syntyvät yleensä projektin loppupuolella. Liikekiinteistörakentamisen pääomaintensiivisyys ja kassavirtojen ajoittuminen tarkoittaa sitä että suurin osa erilaisista projekteista ei ole toteutuskelpoisia ilman lyhytaikaista rahoitusta. Sijoittajan näkökulmasta velkakomponentti luo myös mahdollisuuden suurentaa ja hajauttaa sijoitusportfolioita sekä parantaa sijoitetun pääoman tuottoja. Velan kasvattaminen kuitenkin lisää myös sijoitukseen liittyviä riskejä.

Euroopan liikekiinteistövelan kokonaismäärästä on vaikea saada kattavaa kuvaa, mutta erilaisten markkina-arvioiden mukaan määrä on Euroopassa n. 1000 mrd. euroa[17]. Cushman & Wakefield'n arvioi velan määrän kääntyneen hienoiseen kasvuun Euroopassa alkuvuonna 2017[18]. Vaikka velan osuus investoinneissa on hiukan noussut, on velkavivun käyttö kuitenkin edelleen finanssikriisiä edeltäviä vuosia alemmalla tasolla.

Kuvio 4.

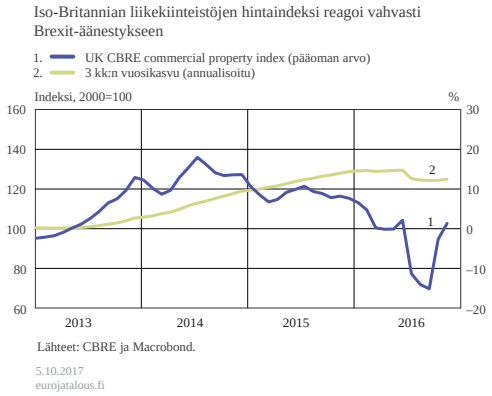


Markkinalähteiden[19] mukaan pääosa luotonannosta kohdistuu edelleen matalan riskitason ns. prime-kohteisiin, joskin luotonanto keskeisillä markkinoilla sijaitseviin korkeamman riskin kohteisiin ja rakennuskohteisiin on kasvussa. Pääosa luotonannosta on tyypillisesti ns. senior-lainaa eli ne sijoittuvat velkomisen etuoikeusjärjestyksessä ensimmäiseksi. Tämä antaa luotonantajalle suojaa konkurssitilanteessa[20].

Pankkien rooli edelleen merkittävä mutta laskussa

Pankit ovat edelleen merkittävin liikekiinteistörahoitusta myöntävä toimija Euroopassa. Ennen finanssikriisiä pankit myönsivät noin 90–95 % Euroopan liikekiinteistölainoista ja suurimmillaan pankkien lainakanta oli markkina-arvioiden mukaan n. 2,4 biljoonaa euroa[21]. Lukujen todenperäisyyttä on kuitenkin vaikea arvioida, sillä liikekiinteistölainoja ei ole virallisissa tilastoissa määritelty erikseen[22].

Kuvio 5.

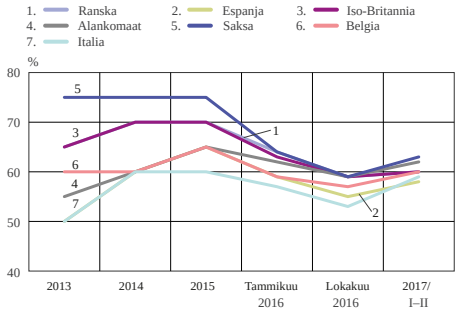


Finanssikriisin jälkeen pankit ovat kuitenkin pyrkineet aktiivisesti vähentämään positioitaan liikekiinteistömarkkinoilla, sillä finanssi- ja velkakriisin jälkeen rakennus- ja kiinteistöalan ongelmat kasaantuivat joissain Euroopan maissa pankkien taseisiin. EBA:n suurille eurooppalaisille pankeille tekemissä kyselyissä liikekiinteistöt ovatkin olleet jo pitkään suurin tasesopeutuskohde[23].

Etenkin asunto- ja kiinteistöluotonantoon erikoistuneet pankit ovat käyttäneet kiinteistölainoja oman rahoituksensa vakuutena. Kiinteistövakuudellisia lainoja on laskettu liikkeeseen sekä katettuina velkakirjalainoina (covered bonds) että kiinteistövakuudellisina velkakirjalainoina (RMBS ja CMBS). Finanssikriisin jälkeen Euroopan CMBS-liikkeeseen laskujen määrät ovat lähes tyystin loppuneet. Erilaisten arvopaperistettujen instrumenttien maine kärsi merkittävästi finanssikriisissä, mikä on heikentänyt näiden instrumenttien houkuttelevuutta sijoittajien silmissä. Sen sijaan katettujen velkakirjalainojen markkina on pysynyt aktiivisena useassa maassa myös finanssikriisin jälkeen. Vakuutena näissä ovat usein asuntolainat.

Kuvio 6.

Kiinteistörahoituksen lainoitussuhde* kääntynyt useissa maissa kasvuun



* Maksimi lainoitussuhde (LTV).
Lähde: Cushman & Wakefield.

5.10.2017
eurojatalous.fi

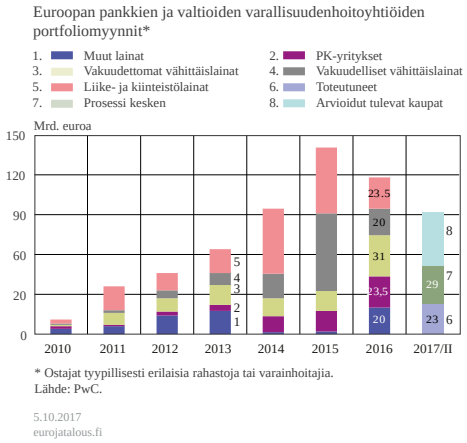
Pankit ovat vähentäneet ongelmalainoja taseistaan

EKP:n mukaan euroalueen pankeilla oli vuoden 2016 lopussa n. 950 mrd. euron arvosta kiinteistöalan lainoja ja noin 380 mrd. euron edestä rakentamiseen liittyviä lainoja. Yhdessä ne kattavat n. 30 % pankkien yrityslainakannasta. Liikekiinteistöihin liittyvien ongelmalainojen määrästä ei kuitenkaan ole olemassa kattavia julkisia tietoja. Jotain asian vakavuudesta kertonee kuitenkin, että EKP:n toukokuussa 2016 ilmestyneen makrovakausraportin mukaan järjestämättömien lainojen osuus liikekiinteistöihin liittyvistä saatavista vaihteli entisissä kriisimaissa vuoden 2015 lopussa n. 30 % (ES) jopa 70 % (CY) suhteessa toimialan lainakantaan.

Kiinteistöalan palveluja tuottavan Yhdysvaltalaisen Cushman & Wakefield -yhtiön mukaan Euroopan pankkien taseissa olevien järjestämättömien kiinteistölainojen ja ns. non-core -sijoitusten määrä olisi ollut vuoden 2015 lopussa peräti 264 mrd. euroa[24]. Tämä siitä huolimatta että pankit ovat siirtäneet vuoden 2010 jälkeen alkuperäiseltä määrältään peräti yli 360 mrd. euron edestä vastaavia sijoituksia erilaisiin valtion varallisuudenhoito-yhtiöihin[25].

Saatavilla olevien tietojen valossa liikekiinteistöluotot ovat merkittävässä roolissa, kun Euroopan järjestämättömien lainojen ongelmaa pyritään ratkaisemaan. EBA:n mukaan pankit itse arvioivat suurimmiksi esteiksi ongelman ratkaisemiseksi pitkät juridiset prosessit konkurssi- ja maksukyvyttömyystilanteiden selvittämisessä sekä heikot mahdollisuudet myydä heikkolaatuisia saatavia tai niihin liittyviä vakuuksia jälkimarkkinoilla. Lainojen jälkimarkkina on ongelma etenkin monissa Etelä-Euroopan maissa. Viimeisten parin vuoden aikana nähty hintojen elpyminen liikekiinteistömarkkinoilla on kuitenkin avannut markkinoita.

Kuvio 7.



Vuonna 2015 pankit ja erilaiset valtioiden varallisuudenhoitoyhtiöt myivät ennätyksellisten n. 100 miljardin euron edestä erilaisia kiinteistövakuudellisia lainoja tai kiinteistösijoituksia. Poliittisten ja taloudellisten epävarmuuksien kasvusta huolimatta kaupankäynti pysyi myös vuonna 2016 vahvana, jolloin kaupaksi meni arviolta n. 68 mrd. euron edestä erilaista kiinteistövarallisuutta. Eri arvioiden mukaan vuodesta 2017 odotetaan vähintään yhtä vahvaa kuin vuodesta 2016.

Vaikka kiinteistövakuudellisten lainojen jälkimarkkina on kasvanut Euroopassa, kaupankäynti on viime vuosina keskittynyt pääosin Irlantiin ja Iso-Britanniaan[26]. Kolmas merkittävä kohdemaa on ollut Espanja. Tosin merkittävä osa Espanjan pankkien lainoista on jo siirretty varallisuudenhoitoyhtiöön[27]. Positiivista on että lainamarkkinat ovat avautuneet myös Portugalissa ja Italiassa, joissa jälkimarkkinoiden kehitys on laahannut muita keskeisiä maita

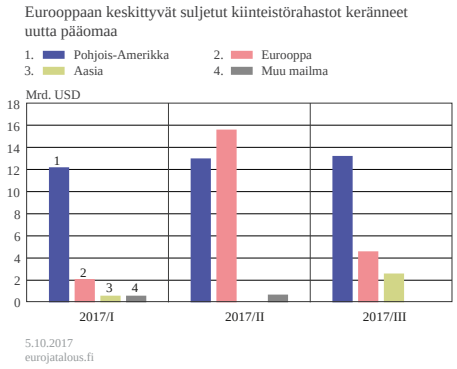
jäljessä. Markkijatoimija PwC:n mukaan italialaiset pankit myivät sijoittajille vuonna 2016 n. 25 mrd. euron edestä erilaisia kiinteistösaatavia.[28].

Vakuutusyhtiöt ja eläkerahastot ovat lisänneet suoria kiinteistösijoituksia ja lainoja

Pankkien viime vuosien tasesopeutus on luonut finanssikriisin jälkeen tilaa uusien toimijoiden esiinmarssille. Kiinteistösijoituksia ja rahoitusta ovat lisänneet mm. vakuutusyhtiöt- ja eläkerahastot sekä erilaiset velka- ja kiinteistörahastot. Markkinoilla toimii myös erilaisia listattuja kiinteistösijoitusyhtiöitä, valtioiden sijoitusrahastoja, varainhoitajia ja säätiöitä.

Etenkin henkivakuutusyhtiöillä on luontainen tarve pitkäaikaisille sijoituksille, johtuen toimijoiden pitkäaikaisista vastuista. Suorat kiinteistösijoitukset tarjoavat sijoittajille suojaa korkojen nousua ja inflaatiota vastaan. Pitkäaikaisia kiinteistösijoituksia lyhytaikaisemmat kiinteistölainat tai muut velat saattavat nykytilanteessa tarjota muita korkoinstrumentteja paremman riski-korjatun tuoton[29]. Sekä eläkerahastot että vakuutusyhtiöt sijoittavat aktiivisesti kiinteistömarkkinoille erilaisten rahastojen kautta.

Kuvio 8.



Suhteutettuna Euroopan eläkerahastojen ja vakuutusyhtiöiden muihin sijoituksiin, suorien kiinteistösijoitusten ja -lainojen osuus on kuitenkin edelleen pieni. EIOPA:n mukaan[30] Euroopan henkivakuutusyhtiöiden suorat sijoitukset kiinteistöihin olivat vuoden 2016 lopussa vain noin 2 % kaikista sijoituksista. Lainojen (mukaan luettuja asuntolainojen) osuus oli hieman suurempi, noin 7 %. Muilla vakuutusyhtiöillä kiinteistösijoitukset ovat samaa luokkaa eli noin 2 % kaikista sijoituksista. Lainojen osuus muilla vakuutusyhtiöillä oli 2-3 %. Yksityisillä eläkerahastoilla

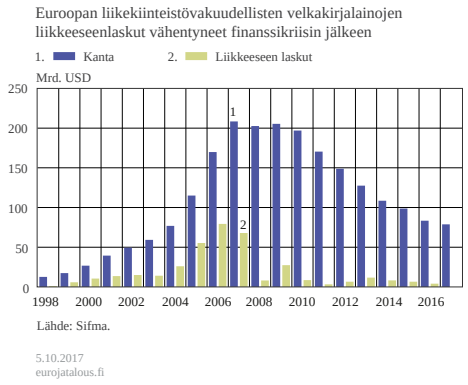
vastaavat luvut olivat 6,4 % (kiinteistöt) ja 1,2 % (lainat)[31]. Todennäköisesti todellinen "altistuminen" on kuitenkin tätä hieman suurempi, sillä julkisista tilastoista ei ole mahdollista saada eriteltyä mahdollisia epäsuoria altistumia esim. rahastojen kautta.

Rahastojen aktiivisuus kasvussa

Institutionaalisten sijoittajien suorien sijoitusten lisäksi erilaisten velka- ja kiinteistörahastojen määrä on kasvanut Euroopassa finanssikriisin jälkeen merkittävästi. Rahastoja ovat Eurooppaan perustaneet etenkin erilaiset pääomasijoittajat, varainhoitoyhtiöt ja hedgerahastonhoitajat. Suurin osa Euroopassa toimivista rahastoista on yksityisiä ei-listattuja erikoissijoitusrahastoja[32]. Osa rahastonhoitajista on kuitenkin listannut rahastonsa (tai niillä on mahdollisuus hankkia rahoitusta yhdysvaltalaisten listattujen rahastojen kautta)[33]. Monet rahastot toimivat nykyään pääosin EU:n laajuisen AIFMD-direktiivin[34] alla. Rahastot voivat olla sekä avoimia että suljettuja.

Eurooppaan sijoittavien rahastojen rakenteesta ja mahdollisista riskeistä ei ole tällä hetkellä saatavilla kovin kattavia tietoja[35]. Rahastoihin liittyvät riskit riippuvat hyvin paljon niiden sijoitusstrategiasta[36], sijoittajille tarjotusta likviditeetistä, rahaston käyttämästä velkavivusta ja mahdollisesti myönnettyjen lainojen senioriteetista. Liikekiinteistösijoittamiseen liittyvien riskien analysoinnin kannalta olisi erityisen tärkeää että saatavilla olisi kattavaa Eurooppa-tason tietoa rahastojen toiminnasta.

Kuvio 9.



Nykyisen informaation kautta on kuitenkin mahdollista rakentaa jonkinlainen kuva kiinteistörahastojen toiminnan laajuudesta. Eurooppaan sijoittavien rahastojen lukumäärä ja sijoitusvarallisuus ovat kasvaneet viimevuosina voimakkaasti. Toimialajärjestö EFAMA:n mukaan AIFM-direktiivin alla toimivia kiinteistörahastoja olisi Euroopassa n. 2500 kappaletta ja rahastojen

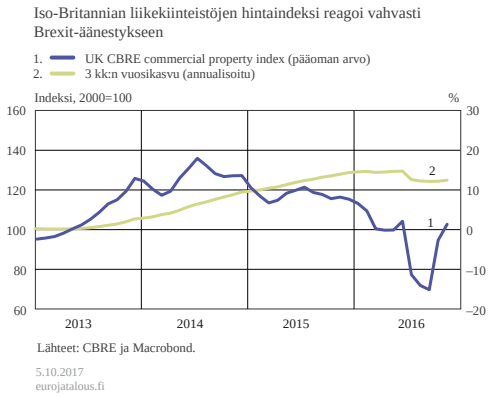
nettovarallisuus n. 594 mrd. euroa[37]. Kaikki Eurooppaan rekisteröidyt rahastot eivät kuitenkaan välttämättä sijoita Euroopan kiinteistömarkkinoille.

Merkittävä osa Euroopan kiinteistörahastoista on mitä ilmeisemmin suljettuja, sillä mm. Luxemburgissa, jossa toimii noin 10 % Eurooppaan rekisteröidyistä kiinteistörahastoista, n. 70 % rahastoista on suljettuja[38]. Suljettujen ja avointen rahastojen osuudet vaihtelevat kuitenkin maittain, sillä rahastojen rakenteisiin on historiassa vaikuttanut merkittävästi paikallinen lainsäädäntö, markkinoiden rakenne ja sijoittajakunta. Preqinin analyysin mukaan avoimia kiinteistörahastoja löytyy Euroopassa etenkin Iso-Britanniasta, Saksasta ja jossain määrin Ranskasta sekä Hollannista. Thompson Reuters Lipper'n tietokannan mukaan Eurooppaan rekisteröidyillä avoimilla kiinteistörahastoilla olisi noin 180 mrd. euron edestä sijoitusvarallisuutta[39].

Pääomasijoitusrahastoille tyypilliset määräaikaiset (tai pysyvät) ja suljetut rakenteet vähentävät merkittävästi kiinteistöihin liittyviä likviditeettiriskejä. Etenkin Iso-Britannian EU-kansanäänestystä seuranneen markkinaturbulenssin jälkeen huoli avointen kiinteistörahastojen likviditeettiriskejä kohtaan on kasvanut. Kiinteistörahastojen likviditeettiriskejä voidaan nykylainsäädännön puitteessa hallita erilaisilla työkaluilla, joita rahastot voivat käyttää kriisitilanteessa. Tällaisia voivat olla erilaiset rajoitteet tai sakkomaksut lunastuksille. Rahastojen likviditeettiriskeihin liittyvää sääntelyä on viimeaikoina on pyritty kehittämään kansainvälisellä tasolla[40].

Toinen rahastoihin liittyvä huoli on käytetyn velkavivun määrä. Osa kiinteistörahastoista käyttää sijoituksissaan merkittävää velkavipua. Alfi'n mukaan Luxemburgista käsin operoivista rahastoista noin 21 % pyrki yli 70 % velkavipuun[41]. Tyypillinen velkavivun määrä on noin 50-60 %. Velkavivun käyttö on kuitenkin usein vahvasti sitoutunut rahaston muuhun toimintaan, kuten sijoitustrategiaan tai sijoittajien kykyyn lunastaa rahastosta varoja. Osassa Euroopan maista etenkin avointen rahastojen kykyä vivuttaa on myös rajoitettu lainsäädännöllä.

Kuvio 10.



Markkinainformaatiota tuottavan Preqin'in mukaan Eurooppaan sijoittavat suljetut kiinteistörahastot keräsivät vuonna 2016 uutta pääomaa n. 23 mrd. euron edestä. Määrä on hiukan vähemmän kun kahtena edellisenä vuonna, mutta selvästi finanssikriisiä seuranneita vuosia enemmän. Markkina on keskittynyt suuriin rahastoihin, sillä viisi suurinta rahastoa keräsi 43 % uudesta sijoitusvarallisuudesta. Suljettujen rahastojen strategiat näyttäisivät vuoden 2016 aikana siirtyneen entistä riskillisimpiin kohteisiin, sillä erilaiset opportunistiset- ja riskilainoihin sijoittavat rahastot keräsivät merkittävän osan uudesta pääomasta. Kehitystä selittänee sekä Euroopan ydin-[42] kohteiden nousseet hinnat että pankkilainaportfolioiden lisääntynyt tarjonta. Uutta pääomaa markkinoilla etsi vuoden 2017 alussa 124 suljettua rahastoa, joiden yhteenlaskettu pääomatavoite on 51 mrd. dollaria. Eurooppaan keskittyneillä suljetuilla kiinteistörahastoilla oli Preqin'in mukaan sijoitettuja varoja noin 200 mrd. dollarin edestä, josta ns. valmiita sijoituslupauksia (dry powder) rahastoilla oli ainakin n. 66 mrd. dollarin edestä[43].

Liikekiinteistömarkkinan ollessa kasvussa myös riskejä seurattava

Investoinnit Euroopan liikekiinteistömarkkinoille ovat kasvaneet voimakkaasti viime vuosina. Toimialan kasvua on vauhdittanut etenkin globaali matala korkotaso ja sijoittajien tuottohakuisuus. Sijoitusvirroista merkittävä osa on tullut Euroopan ulkopuolelta. Etenkin ns. ydinliikekiinteistöjen arvostustasot ovat nousseet ja sijoittajat katsovat hinnoittelun olevan keskeinen haaste[44].

Nykyinen markkinaympäristö yhdessä kasvavan sijoituskysynnän kanssa saattaa lisätä liikekiinteistömarkkinoiden riskejä rahoitusjärjestelmän vakauden kannalta. Talousnäkymien ennakoitua heikompi kehitys tai muunlainen markkinashokki saattaisi nopeastikin heikentää

sijoittajien investointihalukkuutta ja vaikuttaa negatiivisesti markkinakehitykseen. Etenkin kuin liikekiinteistömarkkinat ovat tyypillisesti volatiilimpia ja alttiinpia spekuloinnille[45]. Negatiivinen markkinashokki aiheuttaisi tappioita sekä sijoittajille että luotonantajille.

Oman haasteensa tuo digitalisaation ja ikääntymisen aiheuttamat mahdolliset vaikutukset liikekiinteistöjen kysyntään. Etenkin digitaalisen rakennemuutosten orastavia vaikutuksia nähdään jo toimitila ja vähittäiskauppamarkkinoilla. Etätyön ja joustavien toimitilakäytäntöjen lisääntyminen vähentää toimitilojen kysyntää ja verkkokaupan kasvu muuttaa vähittäiskaupan fyysisten liiketilojen tarpeita. Pitkän linjan rakennemuutosten vaikutusten huomioiminen tuleekin sijoitustoiminnassa tulevaisuudessa entistä tärkeämmäksi.

Rahoitusvakaudellisia riskejä mahdollisesti lieventävät sekä sijoittavien instituutioiden laajentunut pohja ja monipuolistunut rakenne että saatavilla olevan informaation valossa finanssikriisiä edeltävää aikaa maltillisempi velan käyttö. Velkavivun käyttö vaihtelee kuitenkin merkittävästi eri toimijoiden ja strategioiden välillä. Etenkin avointen sijoitusrahastojen velkavivun käyttöä ja likviditeettiriskien hallintaa on selvitetty viime vuosina myös kansainvälisellä tasolla.

Pankkien toimintaa liikekiinteistömarkkinoilla rajoittaa edelleen merkittävästi finanssi- ja velkakriisin perintönä syntyneet järjestämättömien lainojen suuret määrät. Eri lähteiden perusteella ongelmallisten liikekiinteistösaatavien osuus kaikista Euroopan pankkien järjestämättömistä lainoista on edelleen merkittävä. Markkinainformaation valossa pankit jatkavatkin yhä aktiivisesti liikekiinteistölainasaatavien purkamista taseistaan. Järjestämättömien lainojen ongelman ratkaisemiseksi on tehty erilaisia toimenpiteitä mm. EKP:n, Euroopan komission, Yhteisen valvontamekanismin (SSM) ja kansallisten osapuolten toimesta, mutta työ on edelleen kesken.

Viitteet

1. Cushman & Wakefield: The Great Wall of Money, 2017. ↑
2. CBRE European Commercial Real Estate Finance 2017. ↑
3. The European Public Real Estate Association ↑
4. The European Association for Investors in non-listed Real Estate Vehicles. ↑
5. Real Estate in the Real Economy 2016. ↑
6. Euroopan liikekiinteistökanta vastaa kooltaan tehdas-ja koneinvestointien määrää. ↑
7. n. 2500–2400 mrd. euroa riippuen lähteestä. ↑
8. Preqin Investor Outlook: Alternative Assets, H2 2016. ↑
9. Pääosa Euroopan investointivolyymien laskusta selittyi Iso-Britannian Brexit-äänestyksen ↑

luomasta epävarmuudesta ja kiinteistömarkkinoiden heikosta kehityksestä.

10. CBRE European investment Quaterly, 2016 Q4. ↑
11. Jones&Lang&LaSalle; Global Capital Markets Research Q1 2017. ↑
12. Esim ns. opportunistic-, value-added- tai core+ -strategiat. ↑
13. CBRE EMEA Investor Intentions Survey, 2017. ↑
14. Merkittävä osa liikekiinteistömarkkinoilla toimivista yrityksistä on PK-yrityksiä. Eurostatin mukaan kiinteistöalan yrityksistä vuonna 2013 n. 97 % oli mikroyrityksiä. Ne työllistivät toimialan työntekijöistä n. 58 % ja tuottavat 56,7 toimialan arvonlisäyksestä. ↑
15. Commercial Real Estate in the European Economy 2016. ↑
16. Commercial Real Estate in the European Economy 2016. Arvio sisältää kuitenkin vain rakennettujen kiinteistöjen rahoituksen. Arvio ei sisällä kiinteistöjen rakentamisvaiheeseen liittyviä lainoja eikä asuinkiinteistöjen vuokraustoimintaan liittyviä lainoja. Todennäköisesti koko kiinteistömarkkinoihin liittyvä velka onkin selvästi suurempi. ↑
17. Markkinainformaatiossa velka ilmoitetaan usein lainoitussuhteena (LTV). Tarkkoja tietoja on usein vaikea saada, sillä suhteet ilmoitetaan usein ”tavoitteellisina” (target), maksimina tai ”vaihteluvälinä” (esim. LTV 50-60 ↑
18. Cushman & Wakefield, European Lending Trends Spring 2017. ↑
19. Virallisten tilastojen kautta kiinteistöalan luotonantoa voidaan arvioida toimialojen kautta. Usein "kiinteistöala" on yhtä kuin toimialat "rakentaminen" ja "kiinteistöalantoiminta". Ongelmana on kuitenkin että luvuista ei voida eritellä erikseen liikekiinteistötoimintaa, asuinrakentamista ja asuntojen hallinnointia, jotka ovat usein nivoutuneet yhteen. Suomessa lainat sisältävät esim. lainat asunto-osakeyhteisöille. ↑
20. EBA:n kyselyn mukaan n. 27–29% pankeista indikoi edelleen vähentävänsä liikekiinteistölainoja seuraavan 12 kk aikana. EBA Risk Assessment Report, June 2017. ↑
21. Kokonaiskuvan rakentaminen ongelman laajuudesta on kuitenkin vaikeaa, sillä non-core liikekiinteistölainat eivät välttämättä ole aina järjestämättömiä. Non-core lainat tai saatavat ovat kuitenkin lainoja, joiden pääomavaatimukset ja riskit esim. vuokratuottojen ja käyttöasteen suhteen voivat olla suuria. Lisäksi kohteen velan osuus kiinteistön arvoon voi olla merkittävä. Sijoituskohteen mahdollinen arvonnousu voi olla myös merkittävä. Cushman & Wakefield, European Real Estate Loan Sales Market 2016Q1. Katso tarkemmin: http://s3.amazonaws.com/zanran_storage/www.capmark.com/ContentPages/45401092.pdf. ↑
22. AMC = Asset Management Company. ↑
23. Näiden kahden maan osuus oli yhteensä n. 70 % vuoden 2015 myyntivolyymistä. ↑
24. Esim. Espanjan varainhoitoyhtiö SAREB:lla on hallussaan n. 43 % non-core asseteista, Cushman & Wakefield 2016. ↑
25. PwC, Portfolio Advisory Group Market Update 2016Q3. ↑
26. Johtuen lainojen heikommasta likviditeetistä ja läpinäkyvyydestä. ↑
27. EIOPA Financial Stability Report June 2016. ↑
28. Vuoden 2015 lopun tilanne. ↑

29. Commercial Real Estate Debt in The European Economy 2016. ↑
30. Monet Euroopassa toimivat vaihtoehtoiset rahastonhoitajat ovat Yhdysvalloista. ↑
31. Vaihtoehtoisten rahastojen sääntely. http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Saantely/Saantelyhankkeet/AIFMD/Pages/Default.aspx ↑
32. EU:n laajuisen valvojien AIFMD-tiedonkeruun pitäisi kuitenkin ratkaista ongelmat. Datan käyttö ja saatavuus julkisesti ei ole toistaiseksi mahdollista. ↑
33. Kaikki rahastot eivät välttämättä sijoita ollenkaan kiinteistöihin vaan erilaisiin listattuihin arvopapereihin, kuten osakkeisiin. Osa kiinteistörahastoista ei sijoita välttämättä suoraan kiinteistöihin vaan sijoitukset tehdään välillisesti erillisyhtiön (SPV – special purpose vehicle) tai toisen rahaston kautta. ↑
34. 2017Q1. Kiinteistörahastot kattoivat noin 10 % erikoissijoitusrahastojen (AIF) nettovarallisuudesta (NAV). ↑
35. Alfi: Luxemburg Real Estate Investment Funds 2016 Survey. ↑
36. Sisältää vain pääasiassa suoraan kiinteistöihin sijoittavat rahastot. ↑
37. Open-ended Fund Liquidity and Risk Management – Good Practices and Issues for Consideration, IOSCO, july 2017. https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD574.pdf ↑
38. Prosenttia nettovarallisuudesta. ↑
39. Ns. core. ↑
40. Preqin: Key trends in European Real Estate. ↑
41. 2017 Preqin Global Real Estate Report. ↑
42. ESRB, Report on Commercial Real Estate and Financial Stability in the EU, December 2015. ↑

Asiasanat

kiinteistörahastot, liikekiinteistöt, pankit, rahoitusvakaus